

## Határon túli akvizíciós–fúziós folyamatok és mozgatórugói

Balogh Csaba\*

*Az elmúlt száz év akvizíciós és fúziós hullámai közül minden kétséget kizáróan az 1993–2000 közötti, sorrendben az ötödik egyben az utolsó hullám volt a legjelentősebb. Mind az üzletérték, mind a tranzakciók számát tekintve messze felülmúlta az addigi elődeit. A tranzakciók típusát vizsgálva az említett időszakra a határon túli M&A tranzakció volt a legjellemzőbb. A tanulmány ezen tranzakció típusok kiváltó okait és a folyamatok mozgató rugóit elemzi.*

*Kulcsszavak: határon túli akvizíció, fúzió*

### 1. Bevezetés

Piacgazdasági rendszer alapján működő gazdaságokban, ahol az elsődleges szabályozó elv a szabad verseny, a vállalkozások létesülése és megszűnése jelentette természetes folyamatok mellett megfigyelhető egy harmadik jelenség is a gazdasági alanyok koncentrációja. Legtágabb értelemben a koncentráció a másik vállalat feletti uralom megszerzése, azaz befolyásszerzés a másik vállalat döntései felett, valamint a vállalatok egyesülése. Szűkebb értelemben csak a bizonyos mértéken felüli befolyás megszerzését és a vállalategyesülést tekintjük koncentrációnak. Leglátványosabb formái a vállalati felvásárlások és egyesülések.

A fúzió vagy egyesülés (a továbbiakban Mergers & Acquisitions – M&A) a vállalatok számának csökkenését eredményező beolvadást vagy összeolvadást jelent. Az akvizíció vagy felvásárlás a részesedésszerzés egyik minősített esete, a társasági és az értékpapírjog alapján egy vállalat többségi, de legalább 25 százalék, illetve nyilvánosan működő részvénytársaság 33 százalék részesedésének megszerzését jelenti.

A *fúzió* – egyesülés (merger) a vállalati koncentráció legnagyobb jelentőséggel bíró formája, amikor is a társaságok közül legalább egy megszűnik és más vállalattal szervezetileg egyesül. A társasági jog szerint az egyesülés végbemehet *beolvadással* ( $A + B \gg A$ ) és *összeolvadással* ( $A + B \gg C$ ). Beolvadás esetén a beolvadó vállalat megszűnik, általános jogutódja a beolvasztó társaság, amelynek jogalanyiségében nem következik be változás. Az összeolvadás mindkét társaságot megszünteti, vagyonuk pedig mint egész, a jogutód új társaságra száll át.

A *felvásárlás* – akvizíció, (acquisition) részesedés és befolyásszerzés. A vállalat feletti uralom vagy rendelkezési jog bizonyos mértékű megszerzése. A felvásárlás a vállalat vagyoni illetve szavazati jogainak általában legalább többségi mértékű megszerzése. Részesedés-

\* Balogh Csaba, Ph.D. hallgató, egyetemi tanársegéd, Budapesti Corvinus Egyetem Királyhelmeci Székhelyen Kívüli Képzés (Királyhelmec)

szerezés az egyes jogterületek által előírt jogkövetkezmények alkalmazásához szükséges mértékű részesedés megszerzése, befolyásszerzés a vállalat döntéseire vagy ügyeinek vitelére történő befolyás megszerzése, szavazati joggal, szerződéssel illetőleg tényleges magatartással. A felvásárlás történhet *részvényvásárlással* vagy *eszközvásárlással*.

Az előzőeken túlmenően az akvizíciókat és fúziókat még a következőképpen csoportosíthatjuk. Akvizíciónál megkülönböztethetünk: *Hitelből történő kivásárlást* (Leverage Buy Out – LBO), ahol a tranzakciót hitellel finanszírozzák, melynek fedezete általában a célvállalat eszközállománya. *Vezetői kivásárlást* (Management Buy Out – MBO), amikor a menedzsment veszi át a cég tulajdonosi jogait. *Munkavállalói kivásárlás* (Employee Buy Out – EBO) esetén az alkalmazottak lépnek a tulajdonosi pozícióba.

A fúziókat a következőképpen csoportosíthatjuk: *Horizontális* az az egyesülés, amikor azonos tevékenységet folytató vállalatok között jön létre a tranzakció. *Vertikális* integrációnak tekinthető, amikor a termelési–értékesítési lánc egyes szintjein álló vállalatok fuzionálnak, vagy hoznak létre konszernkapcsolatot. *Konglomerátum* típusú a csoportosulás, ha egymástól különböző tevékenységet folytató vállalatok közötti jön létre az ügylet.

## 2. Nemzetközi és hazai folyamatok

Az elmúlt öt évben a magyar cégek által végrehajtott határon átnyúló akvizíciós és (vagy) fúziós tranzakciók (Cross-Border Mergers & Acquisitions) száma határozottan megnőtt. Ezt igazolják a PricewaterhouseCoopers által évente készített, Közép-Európa országait magukba foglaló felméréseinek eredményei is. „Az egyes országok kifelé irányuló tranzakcióit tekintve változatlanul Magyarország a térség éllovasa, ahol a cégek külföldi terjeszkedése figyelhető meg. Mivel sok magyar cég a belföldi piac határaihoz érkezett, most külföldön keresik árbevételük növelésének lehetőségét.” (Dezse 2001, 2. o.)

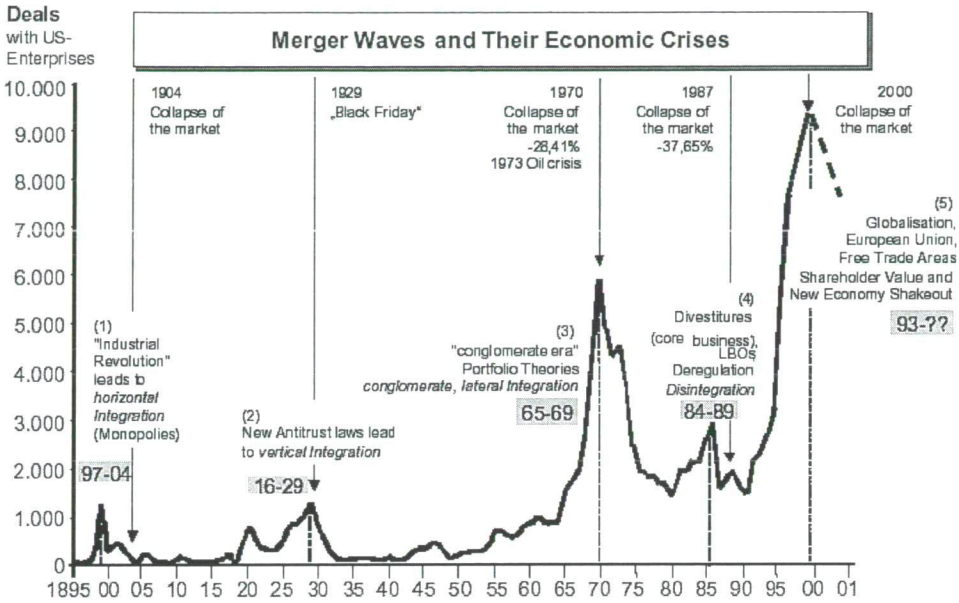
Természetes dolog, hogy a gazdaság zászlós hajói a MOL, az OTP, valamint a DANUBIUS, TVK, VIDEOTON, stb. érintettek az említett témában, hiszen a M&A tranzakciók főleg, ha azok a határon átírányulnak, bizonyos méret, tőkenagyság és menedzsment ismeretek meglétét kívánják meg. Annak ellenére, hogy a megfelelő magyar cégek életében ezek mondhatni új dolgok, világviszonylatban a M&A tranzakciókban aktív időszakok az elmúlt száz egynéhány évben többször is előfordultak.

Mint azt a következő 1. ábrán is láthatjuk öt olyan akvizíciókban és fúziókban aktív időszakot különböztethetünk meg, ahol a tranzakciók száma kiugróan magas volt.

Az egyes hullámokban a vállalatok más és más stratégiai megfontolások alapján egymástól eltérő tranzakció típusokkal próbáltak meg megfelelni az akkori gazdasági környezetet jelentette kihívásoknak. A tranzakciókhoz vezető döntések indítékainak vizsgálatakor a szakirodalom alapján mikroökonómiai és makroökonómiai szempontok szerint tehetünk különbséget, illetőleg – akár az előzőkkel vegyesen – pénzügyi, finanszírozási okokat is találunk a menedzseri motívumok és az egyéb indítékok mellett.

Mody és Negishi szerint két alapvető motivációs erőt lehet megkülönböztetni a tranzakciók mögött. A jövőbeli lehetőségek kialakítása – stratégiai opciók keresése, valamint múltbéli problémák megoldása – vállalati restrukturalizáció (Mody–Negishi 2000). Mindazonáltal ezen indítékok mögött csakis egyetlen racionális, gazdaságilag elfogadható érv húzódhat meg, ez pedig a tulajdonosi érték növelése. Valójában a M&A hullámok a megváltozott környezetre adott gazdasági reakcióként értelmezhetők (Kleinert–Klodt 2002). Ezen

1. ábra. Akvizíciós és fúziós hullámok



Forrás: Jansen (2000) 2. o.

változások az idő függvényében egymástól eltérhetnek, de általában mindig a technológiában bekövetkezett változás az indítójuk. Az 1. ábrán szemléltetett öt M&A hullámra vonatkozóan a következő 1. táblázat foglalja össze a feltételezett stratégiai megfontolásokat és a válaszlépéseket.

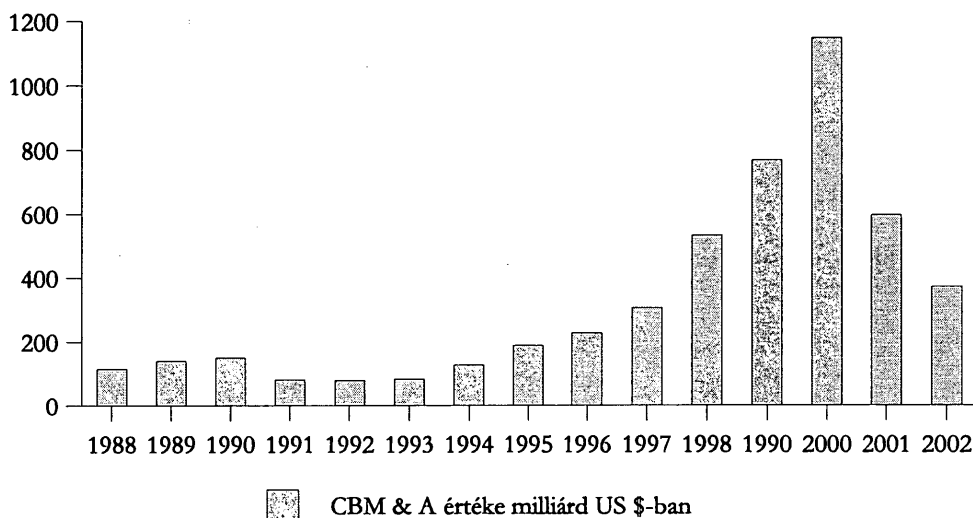
1. táblázat. M&A hullámok stratégiai megfontolásai

M&A hullámok	Időszak	Stratégiai megfontolás	Tranzakció típus
1. hullám	1880–1904	A piac feletti ellenőrző szerep megszerzése, monopol járulék realizálása.	Horizontális M&A
2. hullám	1916–1929	A teljes értéklánc feletti ellenőrző szerep megszerzése.	Vertikális M&A
3. hullám	1965–1969	Anti-ciklikus portfólió építés, a különböző iparágak gazdasági recessziós periódusainak harmonizálása.	Konglomerátum M&A
4. hullám	1984–1989	Vissza az alaptervekenységhez! Spekulációs felvásárlások pénzügyi nyereségeinek realizálása.	LBO
5. hullám	1993–2000	Az Új Gazdaság konszolidációjának kihasználása a részvényesi érték maximalizálása.	Határon túli M&A

Forrás: saját készítés az 1. ábra és Jansen (2000) 5. o. felsorolás alapján

Az 1. ábrán jól láthattuk, hogy a M&A hullámok közül minden kétséget kizáróan az utolsó az 1993–2000 között lezajlott, ötödik hullám volt a legnagyobb. Ismerve a mögöttes stratégiai megfontolásokat és a környezet kihívására adott válaszlépéseket, mint azt az 1. táblázat tartalmazza a legtipikusabb tranzakciók ebben a hullámban a *határon túli akvizíciók és fúziók* (Cross-Border Mergers & Acquisitions – CBM&A) voltak. Ezek az ügyletek annyiban különböznek a hagyományos M&A tranzakcióktól, hogy itt a két résztvevő cég származási országa nem azonos. A CBM&A tranzakciók legjelentősebb feladata hosszú távon a vállalati működés átstrukturálása és az eszközök reallokációja (Mody–Negishi 2000).

2. ábra. A határon túli M&A értékeinek alakulása az 1988–2002 időszakban



Forrás: UNCTAD (2003) B.7 táblázat 289. o. adatai alapján

Az utolsó M&A hullámra nem csak a CBM&A tranzakciók, de az óriási üzletérték is jellemző volt úgy a fejlett mint a fejlődő országok esetében (UNCTADT 2000). Az 5. M&A hullámon belül abszolút értékben a CBM&A tranzakciók csúcspontjukat a 2000-es évben érték el. Összértékük 1144 milliárd US\$ volt, a tranzakciók számát tekintve ez 6520 darab. Ezen belül az 1 milliárd US\$ feletti tranzakció (Mega deals) száma 175 darab, mint azt az alábbi 2. táblázat is szemlélteti. A 2000-es év volt ebben a kategóriában is a csúcspont.

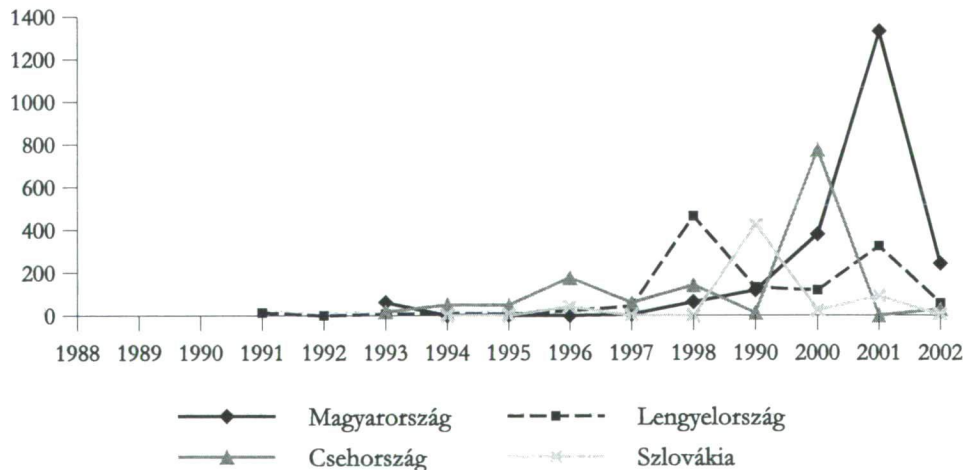
A felvásárlások tekintetében a közép-kelet-európai régió adatainak összege csak az ezredét képviseli a világ összes CBM&A tranzakció értékének. Ezen belül, mint azt a bevezetőben is említettem Közép-Európában a vállalatok határon túli terjeszkedésében Magyarország az élenjáró, messze meghaladva a térség többi országának teljesítményét, ahogyan azt a 3. ábra is mutatja.

2. táblázat. Az 1 milliárd US\$ meghaladó határon túli akvizíciók és fúziók 1987–2002 között

Év	Tranzakciók száma	Az össz tranzakció %-ban	Üzlet érték	Az össz üzletérték %-ban
1987	14	1,6	30,0	40,3
1988	22	1,5	49,6	42,9
1989	26	1,2	59,5	42,4
1990	33	1,3	60,9	40,4
1991	7	0,2	20,4	25,2
1992	10	0,4	21,3	26,8
1993	14	0,5	23,5	28,3
1994	24	0,7	50,9	40,1
1995	36	0,8	80,4	43,1
1996	43	0,9	94,0	41,4
1997	64	1,3	129,2	42,4
1998	86	1,5	329,7	62,0
1999	114	1,6	522,0	68,1
2000	175	2,2	866,2	75,7
2001	113	1,9	378,1	63,7
2002	81	1,8	213,9	58,9

Forrás: UNCTAD (2003) 17. o.

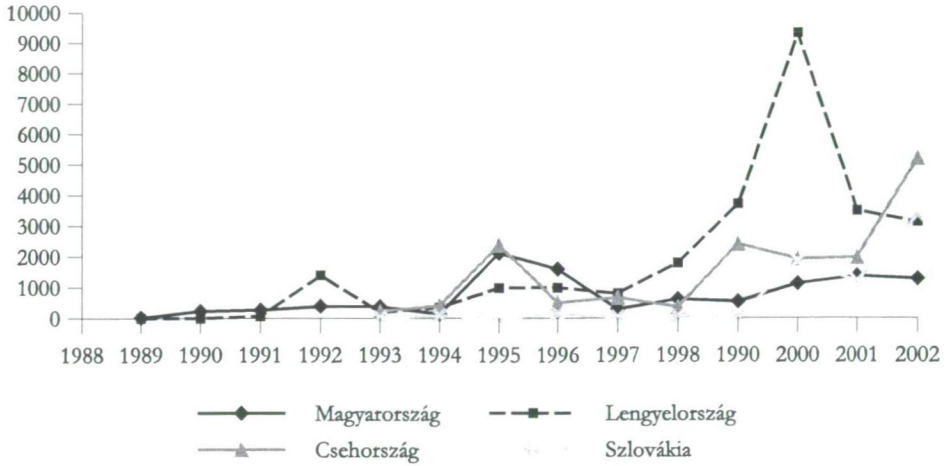
3. ábra. CBM&amp;A vásárlások a V 4-ek országaiban 1988–2002 között (Mil. US\$)



Forrás: UNCTAD (2003) Függelék B.8. 295. o. táblázat alapján

Az értékesítési adatok ismeretében egyértelműen megállapítható, hogy a térség vállalatai inkább mint célpontok jöhetnek szóba egy CBM&A tranzakció esetében. Erre utalnak az elmúlt időszak CBM&A értékesítési adatai, amelyek nagyságrenddel nagyobbak a vásárlási értékekhez képest (4. ábra).

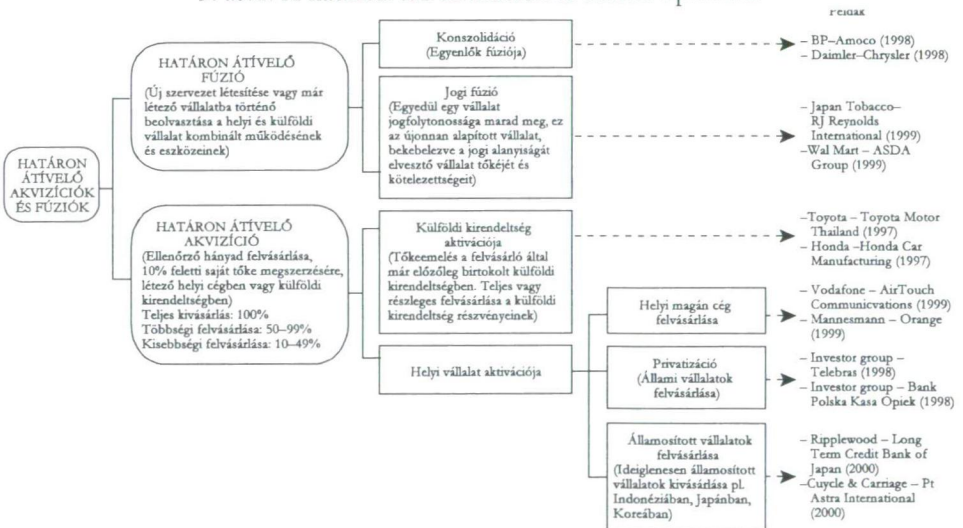
4. ábra. CBM&A értékesítés a V 4-ek országában 1988–2002 között (Mil. US\$)



Forrás: UNCTAD (2003) Függelék B.7. 292. o. táblázat alapján

A határon túli akvizíciók és fúziók csoportosítását valamint az egyes típusok egymástól történő elhatárolását megkönnyítő példákat az 5. ábra szemlélteti.

5. ábra. A határon túli akvizíciók és fúziók tipizálása



Forrás: UNCTAD (2000) 100. o.

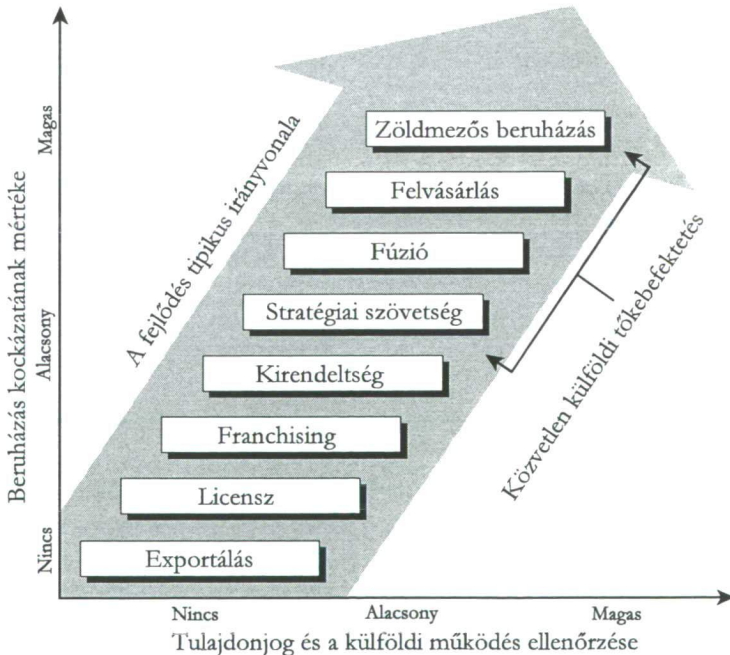
### 3. A folyamatok mozgatórugói

Miképpen jutottak el a vállalatok a CBM&A tranzakciókig? A folyamat a következőkkel magyarázható. Egy vállalat életciklusa, amely a teljes vállalati szintre átértelmezve lényegében hasonlóan definiálható, mint a termék életgörbe (bevezetés, növekedés, érettség

és hanyatlás szakaszokra bontható) (Chikán 1994). Kisebbségi volumenű gazdaságokkal rendelkező országok esetében hamarabb (természetesen a gazdasági fejlődés fényében értelmezve), míg nagyobb volumenű gazdaságokkal rendelkező országok esetében később – a hazai vállalatok életciklusukban elérkeznek ahhoz a ponthoz, amikor a vállalati méretgazdaságosság szempontjának érvényesítése során kénytelenek átlépni a nemzeti határokat. A nemzeti vállalatokból átlépve az ország határait így lesz *multinacionális vállalat* (Multi National Company – MNC), majd a további fejlődés során pedig *transznacionális vállalat* (Trans National Company – TNC).

A nemzeti határokon való átlépésnek több lehetősége van. A legismertebbek a termékek exportja, stratégiai szövetségek kötése, akvizíció, fúzió valamint a zöldmezős beruházás (Lall 2002). A termékek exportálását kivéve a többi lehetőséget a szakirodalom a *közvetlen külföldi tőkebefektetések* (Foreign Direct Investment – FDI) kategóriába sorolja. A döntés (választás az egyes eszközök közül) az egyes lehetőségek között általában a tranzakciós költségek alapján történik. A döntéshozók célja itt a tranzakciós költségek minimalizálása. Gonzalez és társai szerint a külföldi piacra lépés költségeinek minimalizálása céljából keresik az alulértékelt célvállalatokat a felvásárló vállalatok (Gonzalez és szerzőtársai 1997). Az alkalmazott elemzési módszer legtöbb esetben a költség-hasznonelemzés (cost-benefit analysis). Azonban mint azt a 6. ábrán láthatjuk a választás az egyes lehetőségek közül egyben döntés a tulajdonjog és a külföldi működés feletti ellenőrzés mértékéről, ami viszont egyenes arányban van a beruházás kockázatának mértékével. Minél nagyobb tulajdonrészt vállal a külföldi érdekeltségben a vállalat, annál nagyobb beruházási kockázatnak van kitéve. Természetesen ezen kockázatvállalás ellenértékét a tulajdonjog alapján a profitból való részesedés

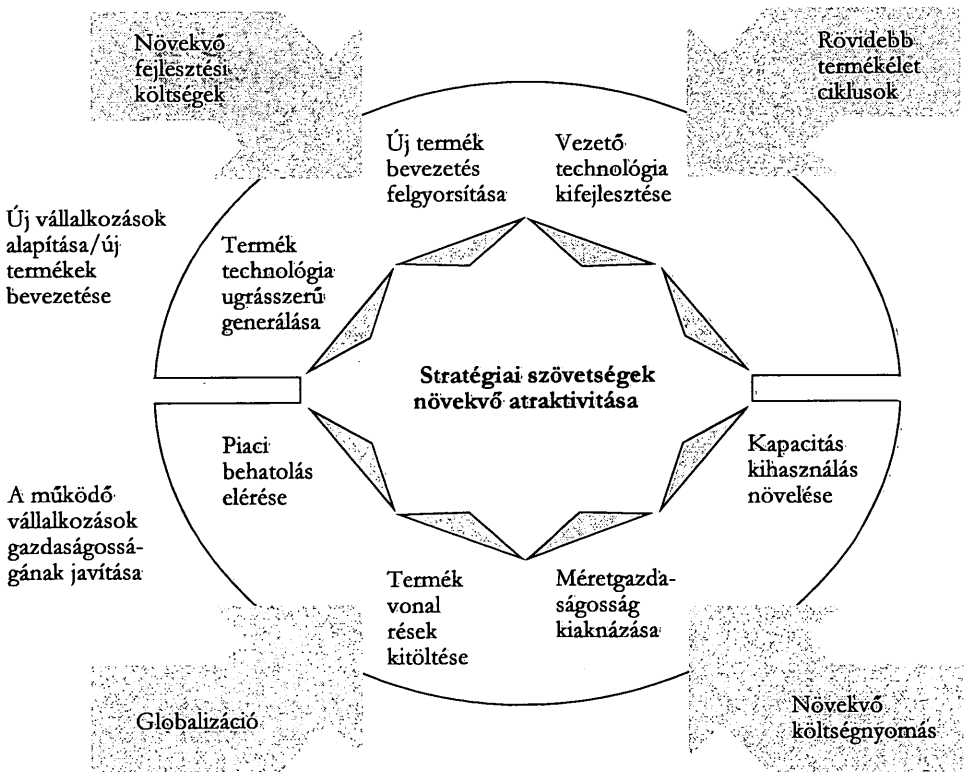
6. ábra. A külföldi piacokra történő behatolás stratégiai lehetőségei



Forrás: Webster (2000) 19. o. és saját készítés biztosítja.

A stratégiai menedzsment szempontjából a CBM&A tranzakciók mellett második nagyon érdekes és nem kevésbé fontos forma a *stratégiai szövetség* (Strategic alliance). „A stratégiai szövetség a szervezetközi kapcsolatok sajátos, különleges formája, amelynek alapvető jellegzetességeire, megkülönböztető vonásaira nézve még nem alakult ki egységes álláspont a nemzetközi szakirodalomban.” (Tari 1998, 19. o.) Egy másik definíció szerint a stratégiai szövetség meghatározott szerveződésű, sajátos jegyeket felmutató, közbelső együttműködési formát jelent a piac és a hierarchia között. (Thorelli 1986, Bronder–Pritzl 1992, Lorange–Roos 1992, Tari 1998). „A stratégiai szövetségekötés nem más, mint válasz arra a stratégiai kihívásra, amit a verseny világméretűvé válása, a piacok globalizációja, a kutatási és fejlesztési ráfordítások ugrásszerű növekedése, s ezzel összefüggésben a technikai–technológiai haladás felgyorsulása jelent a piacgazdaság szereplői számára.” (Tari 1998, 21. o.). Globális szinten valójában már nem is az egyes vállalatok versengenek egymással, hanem egyre inkább az egyes vállalati csoportok (stratégiai szövetségekbe tömörült multinacionális vállalatok) között zajlik az egyre erősebb verseny (Gomes–Casseres 1994).

7. ábra. A stratégiai szövetségek kialakulására ható gazdasági tényezők

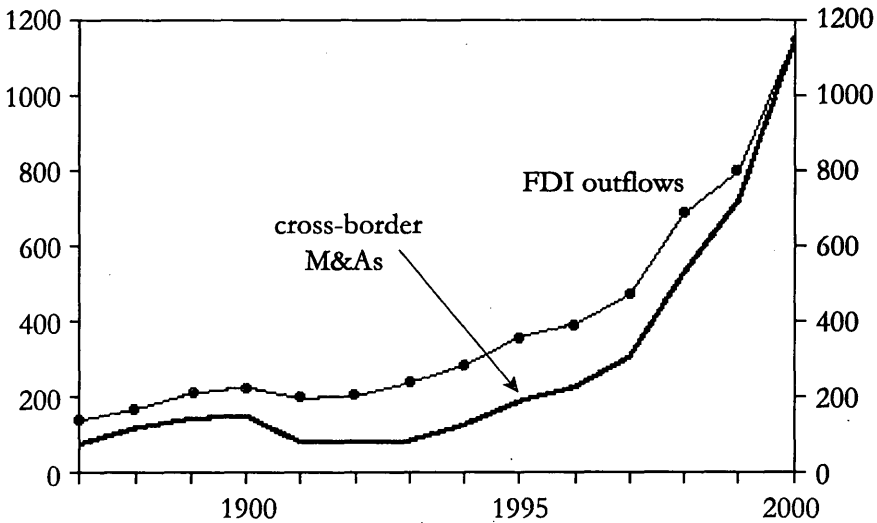




A stratégiai szövetségek működésének ideje alatt általában két kritikus időszak adódhat. Az első az együttműködés 2–3 évében jelentkezhet, amikor a felek elégedetlensége nyilvánvalóvá válik. A második az együttműködés 5–6 évében, amikor az egyik fél már késznek érzi magát a szövetségből való továbblépésre. A stratégiai szövetségek átlagos időtartama 7 év és közel 80 százalékuk akvizícióval vagy fúzióval végződik. Valójában a stratégiai szövetség tehát nem más mint egy alacsony kockázatú és olcsó opció a jövőbeli akvizíció vagy fúzió megvalósítására (Bleeke–Ernst 1995).

A közvetlen külföldi tőkebefektetések értékének alakulásában a CBM&A tranzakciók minden kétséget kizáróan egyre fontosabb szerepet töltenek be. Ezt a fejlődési folyamatot szemlélteti a 8. ábra, amelyen a CBM&A jelentőségének növekedése világviszonylatban jól látható. Míg az 1990-es évek közepéig a CBM&A tranzakciók csak 50 százalékát tették ki az összes FDI-nek, addigra ez az arány 1999-re 84 százalékra nőtt és 2000-re gyakorlatilag elérte a 100 százalékot. (CBM&A összértéke 1144 milliárd US\$, FDI összértéke 1150 milliárd US\$.)

8. ábra. A közvetlen külföldi tőkebefektetések (FDI) és a határon túli akvizíciók és fúziók (CBM&A) értékeinek alakulása világviszonylatban 1987–2000 között (milliárd US\$-ban)

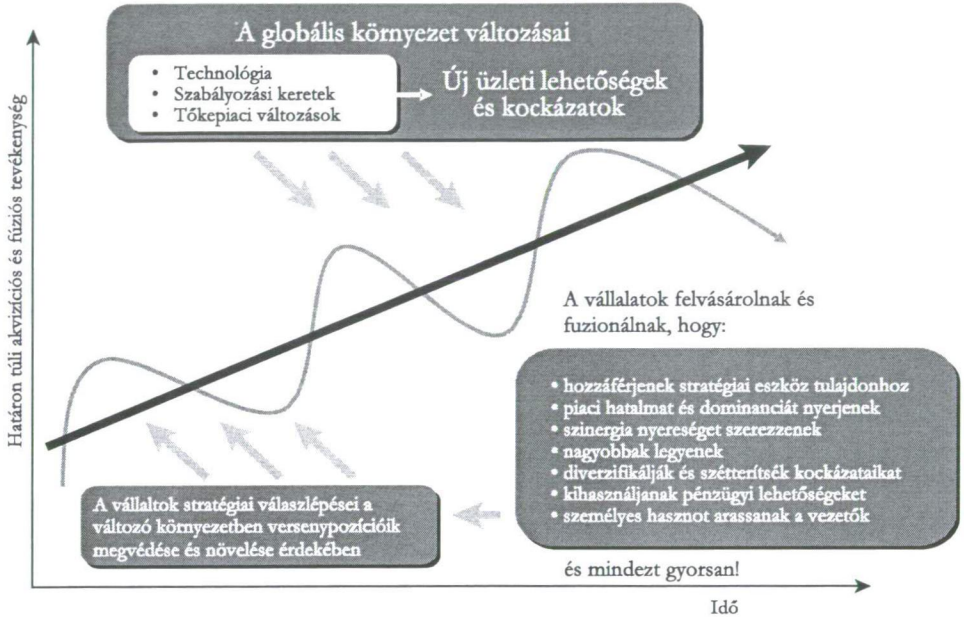


Forrás: Kleinert – Klodt (2002) 11. o.

A már korábban említett technológiai indíttatású környezetváltozás, a szabályozási keretek valamint a tőkepiacok deregulációja új üzleti lehetőségeket és kockázatokat teremt a vállalatok számára, amelyek versenypozíciójuk megvédése és növelése érdekében a növekedésbe való menekülésben látják a megoldást. Amiért a CBM&A tranzakciók szinte kizárólagos eszközeivé váltak a növekedésnek (8. ábra) azt az idő és az azonnal birtokolható eszközök kritikus tényezővé válása okozta. Olyan gazdasági környezetben, ahol a szereplők szerint „egy év 50 napig tart”, ahol a „sebesség a barát, az idő az ellenség” nincs mód kivárni a szerves növekedés eredményét, a zöldmezős beruházások felfutását és a stratégiai szö-

vetségek, együttműködések hozadékát. A tervezés és a megvalósítás szimultán folyamat. A tervezés (plan) és megvalósítás (action) egyenlő „plaction” (UNCTAD 2000) már nem választható szét többé. Aki nem képes e felgyorsult világban azonnal reagálni az lemarad. Ilyen helyzetben a stratégiailag fontos lokális jövedelemgeneráló eszközök (szállító és elosztó hálózatok, márkanévek, helyi engedélyek, K+F eredmények, technikai know-how stb.) azonnali birtoklása nélkülözhetetlen.

9. ábra. A határon túli akvizíciók és fúziók kialakulására ható gazdasági tényezők



Forrás: UNCTAD (2000) 154. o.

Ráadásul a fejlődő országokban a CBM&A tranzakciók azonnali likviditást, eszközvesztés megakadályozást és erőforrásallokáció biztosítást jelentenek (Mody–Negishi 2000). Hosszú távon pedig új menedzsmenttudást és szervezeti rendszert hoznak növelve a hatékonyságot és a versenyképességet.

#### 4. Összegzés

Az ezredfordulóra a vállalatok határon túli terjeszkedésében világviszonylatban eddig példa nélküli növekedés volt tapasztalható, amely a globalizáció következtében éreztette hatását a közép-európai régióban is. A folyamat háttérében a technológiai indíttatású környezetváltozás, a szabályozási keretek és a tőkepiacok deregulációja keresendő. Amiért a CBM&A tranzakciók szinte kizárólagos eszközeivé váltak a növekedésnek azt az idő és az azonnal birtokolható eszközök kritikus tényezővé válása okozta. Ezen összetett folyamatok azonban nem csak lehetőségeket, hanem igen komoly veszélyeket is hordozhatnak maguk-

ban. Ezért a nagy sietség csak akkor hasznos, ha közben nem vétünk hibát. Ellenkező esetben pont a fordítottja következik be annak, amit az egyes tranzakcióktól várnak a lebonyolítók. Az egyre sürgető idő következtében rosszul megtervezett, elsietett és átgondolatlanul megvalósított CBM&A tranzakció akár a csőd szélére is sodorhatja az ügylet lebonyolítását megelőzően egyébként kiválóan teljesítő vállalatot, potenciális felvásárlási célponttá téve ki ezzel magát.

#### Felhasznált irodalom

- Bleeke, J. – Ernst, D. 1995: Is Your Strategic Alliance Really a Sale? *Harvard Business Review*, 1–2, 97–105. o.
- Dezse, M. 2001: *Central & Eastern European Mergers & Acquisitions Survey. Weathering the downturn*. Pricewaterhouse Coopers, Budapest.
- Gomes-Casseres, B. 1994: Group Versus Group: How Alliance Networks Compete. *Harvard Business Review*, 7–8, 62–74. o.
- Gonzalez, P. et al. 1997: Cross-border mergers and acquisitions: Maximizing the value of the firm. *Applied Financial Economics*, 7, 295–305. o.
- Chikán A. 1994: *Vállalatgazdaságtan*. KJK – Aula Kiadó, Budapest.
- Jansen, S. A. 2000: *Pre- and Post Merger-Integration in Cross Border Transactions: Trends, Tools, Theses and Empirical tests of Old and New Economy Deals*, Institute for Mergers & Acquisitions Universität Witten/Herdecke
- Kleinert, J. – Klodt, H. 2002: *Causes and Consequences of Merger Waves*. Kiel Working Paper No. 1092. Kiel Institute of World Economics Kiel.
- Mody, A. – Negishi, S. 2000: *Cross-Border Mergers and Acquisitions in East Asia: Trends and Implications*. World Bank's Foreign Investment Advisory Service PREM Network seminar. World Bank, Washington
- Tari E. 1998: *Stratégiai szövetségek az üzleti világban*. Közgazdasági és Jogi Könyvkiadó, Budapest,
- UNCTAD 2000: *World Investment Report 2000, Cross-border Mergers and Acquisitions and Development*. United Nations, New York.
- UNCTAD 2003: *World Investment Report 2003, FDI Policies for Development: National and International Perspectives*. United Nations, New York.
- Webster, G. H. 2000: *Strategic Alliances* előadás prezentáció